

УДК 330.345(510)

**ВЛИЯНИЕ ВЫПУСКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ
НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ КИТАЯ**

д-р экон. наук, проф. ЧЖОУ ВЭЙДИ; ЛУЙ ЦИНУЭНЬ
(Институт экономики и деловой администрации,
Педагогический университет центрального Китая, Ухань, КНР)

Анализируются темпы экономического роста реального сектора экономики Китайской Народной Республики и воздействия на них инструментов кредитно-денежного рынка. Поскольку государственный долг является важнейшим инструментом правительства по макроэкономическому регулированию и контролю в условиях современного мирового экономического и валютного кризиса, то особое внимание правительством Китая уделяется именно инструментам государственных заимствований, которые в современных условиях управления экономикой становятся все более существенными.

Ключевые слова: государственные облигации, экономический рост, государственный долг, макроэкономическое регулирование и контроль, мировой экономический и валютный кризис.

Введение. С начала 80-х годов XX века среди экономистов Китайской Народной Республики (далее – КНР) ведутся дискуссии относительно оптимального соотношения между национальным долгом и темпами экономического развития, влияния государственных заимствований на темпы экономического развития реального сектора национальной экономики КНР и теоретического обоснования этих пропорций в экономической теории. Правительство КНР (далее – правительство), исходя из хозяйственной практики, постоянно наращивает объемы государственных заимствований для содействия экономическому росту страны. Данные действия правительства постоянно анализируются китайскими экономистами, и на основе эмпирического анализа продолжаются дискуссии относительно размеров государственного долга правительства, оказывающего прямое воздействие на экономическое и социальное развитие. Основной проблемой, вызывающей определенные споры среди экономистов КНР, являются уровень и размеры государственного долга, которые постоянно возрастают на фондовом рынке КНР. Замедление темпов экономического развития в начале XXI века, вызванного в том числе и достигнутым уровнем развития экономики КНР, вновь усиливает дискуссию относительно соотношения параметров государственного долга и его воздействия на экономический рост в условиях перехода к новому VI информационному укладу мегаэкономики.

Процесс глобализации оказывает непосредственное влияние на экономическое сотрудничество КНР с другими странами мегаэкономики, которое в условиях мирового экономического кризиса несколько сократилось и повлияло на социально-экономическое развитие КНР. В реальном секторе экономики КНР, как и в остальных государствах мегаэкономики, в 2015 году стали замедляться темпы экономического развития, обусловленные четвертой волной мирового экономического и валютного кризиса. Именно поэтому правительство вынуждено расширять применение инструментов регулирования экономического развития на основе государственных облигаций.

В современных условиях самым действенным инструментом регулирования макроэкономического развития являются государственные заимствования как на внутреннем, так и на внешнем рынках, а правительство в зависимости от складывающейся ситуации принимает решение об эмиссии облигаций, включая размеры эмиссии, объем и сроки обращения [1; 2]. Народный банк КНР регулирует объемы денежной массы путем покупки и продажи гособлигаций на открытом рынке для целей устойчивого макроэкономического развития национальной экономической системы КНР, покрытия возникающего дефицита бюджетных расходов, а также для целей аккумулирования необходимых денежных ресурсов для выделения кредитных ресурсов ниже ставки рефинансирования Народного банка КНР, необходимых для инновационного обновления реального сектора национальной экономики. В современных условиях в экономике КНР наметилась тенденция замедления темпов экономического развития. Для определения объемов эмиссий государственных облигаций и степени их воздействия необходимо провести дополнительный экономический анализ. Особенно важно при осуществлении данного научного исследования определить степень влияния эмиссии гособлигаций и их объемов на общий уровень социально-экономического развития реального сектора национальной экономики. Государственные заимствования являются важным инструментом воздействия правительства на механизм устойчивого экономического развития. При проведении исследования по оценке влияния государственных облигаций на темпы экономического роста в КНР среди ученых-экономистов возникли разные точки зрения о степени влияния облигационных займов на устойчивость экономического развития финансового рынка. В связи с этим сформировались и различные подходы оценки использования инструментов облигационных заимствований, воздействующих на темпы экономического роста в КНР, особенно в условиях нового мирового экономического и валютного кризиса, охватившего все экономические системы мегаэкономики.

Обзор основных достижений по рассматриваемой теме. На основе анализа проведенных китайскими экономистами исследований рассматривается генезис эмиссии гособлигаций в КНР и их влияния на темпы экономического роста с 1981 по 2013 год. Китайскими экономистами рассмотрены процессы воздействия регулируемого выпуска гособлигаций на совокупное предложение в краткосрочном периоде, а также их влияние на совокупный спрос в долгосрочном периоде. Так, С. Пул [14] в своем исследовании с использованием модели эндогенного экономического роста показал, что облигационные заимствования правительства отрицательно коррелируют с экономическим ростом реального сектора национальной экономики. Им также показано, что процентные выплаты по этим облигационным займам в период с 1981 по 2013 год не всегда оказывали стимулирующее влияние на темпы экономического развития. На основе аналитических данных 70-ти развивающихся экономик всех стран мегаэкономики М. Нельсон [15] отметил, что дефицит платежного баланса не имеет прямого воздействия на темпы экономического развития реального сектора национальной экономики, а существенным является использование средств дефицитного бюджета, его рациональное применение для целей стимулирования экономического роста. Ряд экономистов отмечает [4], что если ресурсы дефицитного бюджета использованы грамотно и рационально при финансировании инфраструктурных изменений, они содействуют экономическому развитию. Это также относится и к частным инвестициям при операциях с гособлигациями. При использовании модели эндогенного экономического роста А. Грейнер также получил результаты, свидетельствующие о том, что средства, собранные путем выпуска гособлигаций, используются для развития общественной инфраструктуры, и при этом они содействуют экономическому росту. Однако А. Грейнер выделил, что если собранные путем выпуска гособлигаций средства используются на прямое потребление правительством (или трансфертные платежи), то в этом случае эмиссия гособлигаций будет отрицательно воздействовать на темпы экономического развития [13]. К точно таким же результатам научных исследований пришли и китайские экономисты Лю Жонсан и Ма Шуанью [6]. Аналогичные результаты научных исследований получили Уан Пань и Моу Хуэй [7], которые на основе анализа бюджетного дефицита в период с 1981 по 2005 год и объемов эмиссии гособлигаций КНР отметили, что невысокая процентная ставка, обусловленная бюджетным дефицитом, не содействует привлечению больших объемов частного капитала, что, в свою очередь, способствует в достаточной мере темпам экономического роста. Однако именно эмиссия гособлигаций в этот период обуславливала экономический рост, снижая объемы дефицита кредитных ресурсов в КНР. Для определения влияния облигаций на экономический рост путем метода эмпирического анализа У. Юелян предложил простую формулу. Применение данных экономикоматематических методов позволяет оценить результаты влияния выпуска облигаций на темпы экономического развития национальной экономики КНР. При этом применение оценочной формулы У. Юеляна указывает на прямую зависимость между объемами заимствований на основе гособлигаций и темпами экономического роста. Как показали расчеты У. Юеляна, заимствования на внутреннем рынке с применением инструментов госзаимствования имеют двойной экономический эффект, в том числе оказывают достаточно сильное воздействие на темпы экономического роста [8]. К таким же выводам пришли Уан Цепен и Жан Цаопинь, которые провели анализ экономических эффектов, вызванных заимствованием и эмиссией гособлигаций. На основе теоретического анализа и эмпирического метода они убедительно показали в своих работах, что объемы выпуска облигаций положительно коррелирует с экономическим развитием реального сектора национальной экономики КНР [9]. Бай Циян считает, что гособлигации усиливают экономический эффект при операциях на открытом рынке с применением гособлигаций через изменения органического строения капитала, при этом формируют новый механизм воздействия финансовых каналов для стимулирования существенного экономического роста [10]. Ма Цин на основе использования эмпирического метода полагает, что прямые эффекты воздействия облигаций на темпы роста экономики небольшие, но они могут стимулировать экономическое развитие через влияние облигаций государственных органов управления на частные инвестиционные вложения [11]. Ши Фунхэ, Женьму и Чжан Ишань, применяя эмпирический метод исследования влияния выпуска облигаций на экономический рост, выяснили, что выпуск облигаций стимулирует экономическое развитие реального сектора экономики Китая, в том числе и в долгосрочном периоде [5].

Анализируя работы исследователей КНР конца XX – начала XXI века, следует отметить, что учеными доказана прямая зависимость между объемом заимствований с использованием гособлигаций и темпами экономического роста КНР в вышеотмеченный период. Проведенные исследования китайских ученых с использованием эмпирического метода показывают, что государственные облигации могут сыграть существенную роль и в стимулировании темпов экономического развития в условиях четвертой волны мирового экономического и валютного кризиса.

В данной работе авторами предлагаются некоторые механизмы улучшения эмиссии гособлигаций и повышения эффективности их обращения в условиях снижения темпов экономического развития КНР, обусловленных мировым экономическим и валютным кризисом.

Механизм и структура выпуска гособлигаций в КНР. С момента начала реформ и открытости национальной экономики КНР, начиная с 1981 года, китайское правительство осуществляло облигационные заимствования, которые более чем за 30 лет увеличились в несколько раз. В 2013 году общий объем

выпуска облигаций составил 155,44 млрд уан, а общая сумма выпуска облигаций – 1798,85 млрд уан, который вырос более, чем в 300 раз (табл. 1).

Таблица 1 – Структура выпуска государственных облигаций в КНР (с 1981 по 2013 год, млрд уан)

Годы	Объем выпуска гособлигаций (млрд уан)	Бюджетный дефицит (профицит)	Остатки гособлигаций	Темп роста выпуска гособлигаций (%)
1981	46,65	-37,38	48,66	0
1982	43,38	17,65	92,81	-6,02
1983	41,58	42,57	134,51	-5,13
1984	42,53	58,16	176,67	2,28
1985	60,61	-0,57	237,97	42,51
1986	62,51	82,90	293,62	3,13
1987	116,87	62,83	391,81	86,96
1988	188,77	133,97	558,51	61,52
1989	223,91	158,88	771,41	18,62
1990	197,23	146,49	892,42	-11,92
1991	281,25	237,14	1061,65	42,60
1992	460,78	258,83	1284,35	56,72
1993	381,31	293,35	1542,38	-13,49
1994	1137,55	574,52	2288,04	198,33
1995	1510,86	581,52	3301,93	32,82
1996	1847,77	565,56	4363,80	22,30
1997	2411,79	582,42	5511,06	30,52
1998	3808,77	922,23	7838,65	57,92
1999	4015,00	1743,59	10606,85	5,42
2000	4657,00	2491,27	13211,64	15,99
2001	4884,00	2516,54	16326,93	4,87
2002	5934,30	3149,51	19727,91	21,51
2003	6280,10	2934,70	21034,60	5,83
2004	6923,90	2090,42	24176,74	10,25
2005	7042,00	2280,99	27074,49	1,71
2006	8883,30	1662,53	29048,17	26,15
2007	23139,10	-1540,43	46502,61	160,48
2008	8558,20	1262,31	48753,36	-96,30
2009	17927,24	7781,63	57411,37	109,47
2010	19778,30	6772,65	66628,69	10,33
2011	17100,00	5373,36	73839,07	-13,54
2012	16154,20	8699,45	80735,93	-5,33
2013	15544,01	11002,46	91780,65	-3,78

Источник: составлено и рассчитано на основе данных [1; 2].

Рассматривая весь период облигационных заимствований в КНР, можно выделить три основных периода, характеризующих особенности облигационных заимствований правительством, исходя из складывающейся экономической ситуации. *Первый период развития облигационных заимствований* в КНР характеризуется выпуском облигаций для целей покрытия бюджетного дефицита страны (1981–1993). В начальный период реформ и открытости китайской экономики правительство не в полной мере использовало механизм макроэкономического регулирования экономики на основе облигационных заимствований, и эмиссия облигаций находилась на начальном периоде их развития. Национальный рынок облигаций КНР в тот период был только образован и строго контролировался правительством, что не в полной мере позволяло осуществлять заимствования на рынке мегаэкономики на основе облигаций. Поэтому в этот период общий объем выпуска облигаций был небольшим (небольшая была процентная ставка по купонным выплатам государственных облигационных заимствований). Самым большим эмиссионным выпуском государственных облигаций была эмиссия в размере 10 млрд уан, которая в тот период была равна сумме бюджетного дефицита страны. Поэтому совершенно очевидно, что цель выпуска облигаций в тот период заключалась в покрытии бюджетного дефицита.

Второй период развития облигационных заимствований в КНР характеризуется выпуском облигаций для покрытия бюджетного дефицита и аккумулированием средств, для развития реального сектора национальной экономики строительства (1994–1997). С 1994 года в КНР началось формирование системы социалистической рыночной открытой экономики. В условиях перехода к рынку правительство в значительной степени открыло реальный сектор национальной экономики для иностранных инвесторов, при этом значение привлечения ресурсов с мировых рынков для целей экономического роста в КНР на

основе облигационных заимствований постепенно усиливало роль выпуска облигаций для целей стимулирования экономического развития на основе аккумуляции средств с рынков мегаэкономики. Данные мероприятия активизировали инвесторов на внутреннем рынке КНР (в том числе и физических лиц), что увеличило внутренний спрос, благодаря чему экономика КНР начала расти достаточно быстро, воздействуя на увеличение внутреннего потребления и инвестиций. Вместе с тем для снижения темпов инфляционного давления в тот период на реальный сектор экономики КНР правительство приняло решение прекратить заимствования, которые направлялись на стимулирование экономического роста. Начиная с 1994 года объем выпуска облигаций впервые превысил 10 млрд уан с процентными выплатами в 200%, а также в 1994 году стал больше суммы бюджетного дефицита. Это было важным моментом в теории и практике размещения гособлигаций в КНР. В 1996 году Народный банк впервые приобрел гособлигации в размере 290 млн уан, что стало началом применения нового денежного инструмента для Народного банка КНР – проведением операций на открытом рынке. Это свидетельствовало о том, что гособлигации приобрели важность как инструмент макроэкономического регулирования экономики КНР и продолжают играть существенную роль до настоящего времени. Тем не менее следует отметить, что в тот период главной целью выпуска гособлигаций все же являлось покрытие бюджетного дефицита в стране.

Третий период развития облигационных заимствований в КНР характеризуется аккумуляцией средств для стимулирования экономического развития реального сектора национальной экономики (с 1998 года до настоящего времени). Этот период характеризуется значительным выпуском гособлигаций для обеспечения высоких темпов реального сектора национальной экономики КНР. Объемы гособлигаций значительно выросли, намного превысив сумму бюджетного дефицита, и в настоящее время продолжают стремительно увеличиваться. На этом этапе основная цель выпуска гособлигаций – не только и не столько покрытие бюджетного дефицита, сколько аккумуляция ресурсов для обеспечения экономического развития, соответствующего новому информационному укладу.

В 1997 году из-за финансового кризиса в Азии экономический рост экономики КНР несколько замедлился. В этот период для того, чтобы стимулировать экономическое развитие, китайское правительство на основе предшествующего опыта эмиссии гособлигаций приняло решение о проведении кредитно-денежной политики Народного банка на основе значительного расширения эмиссии гособлигаций, которая была осуществлена в значительных масштабах (см. табл. 1, 1998–1999 гг.). На основе этой эмиссии расширенный объем гособлигаций позволил обеспечить аккумуляцию средств для целей стимулирования экономического роста КНР, при этом гособлигации становились важным инструментом регулирования макроэкономики. В 1998 году правительство выпустило специальные краткосрочные гособлигации в объеме 370 млрд уан. Но уже в течение 1998–2004 годов были выпущены долгосрочные гособлигации на период обращения до 5 лет в объеме 910 млрд уан, которые были необходимы для аккумуляции ресурсов для целей развития национальной инфраструктуры. Это значительно стимулировало рост внутреннего спроса, позволило успешно минимизировать последствия мирового финансово-экономического кризиса и обеспечить гарантированное стабильное развитие реального сектора национальной экономики КНР. В 2004 году для целей подавления «перегрева» экономики из-за финансовой политики стимулирования экономического развития в предыдущие 6 лет правительство стало проводить «стабилизационную» финансовую политику, при которой были сокращены инвестиции и объемы выпуска гособлигаций. В результате была достигнута так называемая «мягкая посадка» китайской экономики, хотя абсолютная величина гособлигаций все же выросла.

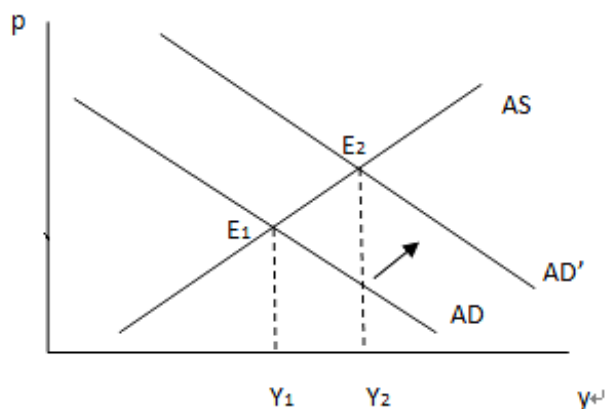
Ипотечный кризис 2007 года в США распространился на всю мировую экономику, оказав также негативное влияние и на реальный сектор экономики КНР. Для целей противодействия третьей волне мирового экономического и валютного кризиса и обеспечения экономического роста в реальном национальном секторе правительство приняло решение о проведении финансовой политики на основе экспансии и расширило объем выпуска гособлигаций в 231,39 млрд уан до самого большого уровня начиная с 1981 года. Следует отметить, что только в 2008 году была проведена дальнейшая политика стимулирования экономики на основе инвестиционных вложений в сумме 4000 млрд уан (среди которых 2000 млрд уан было собрано путем выпуска гособлигаций) для инвестирования инфраструктуры, основных промышленных отраслей, инновационных проектов для целей расширения внутреннего спроса, которые в целом положительно сказываются на стабильных темпах экономического роста экономики КНР. Поскольку произошли существенные изменения внутренней и внешней среды экономического развития, начиная с 2010 года правительство сократило объем выпуска гособлигаций, но их совокупный объем остался все же достаточно большой.

На основе генезиса эмиссии государственных облигаций в КНР с начала реформ (1981 г.) и вхождения реального сектора национальной экономики в мировое экономическое пространство объемы выпуска гособлигаций в КНР с каждым годом увеличиваются, периоды обращения также увеличиваются, что обеспечивает их сохранение в достаточно больших объемах. Кроме этого, в современной экономике КНР облигации выступают как существенный инструмент макроэкономического регулирования, играют все более важную роль в обеспечении лидирующих позиций в мегаэкономике и прямо оказывают воздействие на социальную ориентацию экономического развития КНР.

Теоретическое исследование влияния облигаций на экономический рост. Спрос и потребление – два важнейших параметра макроэкономического анализа, характеризующих уровень экономического развития. Облигации обычно влияют на экономический рост через изменение спроса и потребления, прежде всего на внутреннем финансовом рынке, и являются демпфером при волатильности финансовых рынков мегаэкономики. В нашем исследовании мы рассматриваем влияние облигаций на экономический рост на основе анализа совокупного спроса и потребления национальной экономики КНР.

Анализ влияния выпуска гособлигаций на совокупный спрос. В краткосрочном периоде без существенных изменений совокупного спроса потребление изменяется прямо пропорционально совокупному спросу физических лиц исходя из ценовых параметров социальных продуктов и доходов, а совокупный спрос национальной экономики зависит от инвестиционного спроса и спроса потребления на всем внутреннем рынке. Правительство может регулировать макроэкономику через выпуск гособлигаций в целях управления совокупным социальным спросом. С 1994 года значительная часть собранных благодаря выпуску облигаций средств была использована на развитие инфраструктуры и ключевых инновационных проектов в реальном секторе национальной экономики КНР, при этом инвестиции правительства существенно увеличили социальный инвестиционный спрос на внутреннем рынке. Выпуск гособлигаций создал благоприятную среду для инвестиций частного капитала в реальный сектор экономики страны, повысил предельный эффект частного капитала и стимулировал рост спроса частных инвестиций на экономическом пространстве КНР. Эффект доходности облигационных заимствований прямо влияет на предпочтения инвесторов, поскольку вызывает у частных инвесторов психологические ожидания вложений по надежности и прямо влияет на увеличение расходов на потребление. Кроме того, аккумулированные ресурсы на основе выпуска гособлигаций и вложения в реальный сектор национальной экономики КНР создают дополнительные рабочие места, повышают доходы наемных работников. Также правительство в некоторых случаях прямо осуществляет трансфертные платежи от части собранных средств путем эмиссии гособлигаций физическим лицам, что также увеличивает доходы населения. Поэтому в краткосрочном периоде выпуск гособлигаций правительством стимулирует экономический рост на основе использования увеличения инвестиционного и потребительского спроса.

На рисунке 1 показано, что в краткосрочном периоде кривой совокупного потребления является наклонная вверх прямая линия, которая пересекается с кривой совокупного спроса в точке E_1 , соответственно получен национальный доход в точке Y_1 . Правительство через выпуск гособлигаций расширяет совокупный спрос, что заставляет кривую совокупного потребления переместиться из прямой AD до прямой AD' , при этом AD' пересекается с AS в точке E_2 , и соответственно национальный доход характеризуется точкой Y_2 .



**Рисунок 1 – Анализ совокупного спроса
в национальной экономике Китайской Народной Республики**

Как следует из рисунка 1, $Y_2 > Y_1$, и это доказывает, что в краткосрочном периоде без изменения совокупного потребления увеличение совокупного спроса стимулирует экономический рост и увеличение национального дохода.

Влияние выпуска облигаций на совокупное потребление. В условиях социально-ориентированной рыночной экономики со спецификой КНР на совокупное потребление непосредственно влияют такие факторы, как капитал, труд и наука¹. Выпуск облигаций опосредованно стимулирует прирост инновационно-

¹Мы согласны с учеными, утверждающими, что в условиях информационного уклада мегаэкономики наука превратилась в четвертый фактор производственно-экономического развития и формирования интеграционных группировок [3].

го капитала и его накопление. Китайское правительство увеличивает креативный капитал путем выпуска облигаций для инвестирования инфраструктуры и ключевых инновационных отраслей, причем прирост инвестиционных капиталов увеличивает выпуск инновационных продуктов, увеличивая тем самым доходы населения, накопление капитала в креативных отраслях и реинвестирование капитала в креативные структуры. Причем инвестирование правительства в систему общественных отраслей улучшает в целом среду инвестиций для частных инвесторов, увеличивает производительность и доходы физических лиц. Эти и другие параметры активности правительства на финансовом рынке непосредственно стимулируют и активность частного капитала. Постепенное накопление креативного капитала и его расширение, несомненно, сказываются на увеличении совокупного потребления, которое, в свою очередь, содействует росту экономического потенциала КНР.

Выпуск гособлигаций в экономике стимулирует и рост креативного капитала, поскольку правительство использует часть собранных средств через выпуск гособлигаций при инвестировании в культуру и образование. Например, улучшение инфраструктуры образования, обеспечение обязательного профессионального обучения, стимулирование высшего образования, содействие росту специалистов с учеными степенями улучшает качественные характеристики товара, рабочей силы на внутреннем рынке КНР, а также существенно повышает его конкурентные позиции на внешних рынках мегаэкономики, в том числе на рынках Западной Европы и Северной Америки. Кроме этого, правительство в начале XXI века существенно увеличило инвестиции, аккумулированные за счет эмиссии гособлигаций в систему здравоохранения для ее развития и улучшения здоровья населения КНР. Все эти мероприятия прямо оказывают воздействие на качественные параметры креативного капитала, что приводит к дополнительному оживлению деловой активности на внутреннем рынке КНР.

Выпуск гособлигаций содействует прогрессу техники и ее качественной модернизации. Правительство начиная с 2005 года существенно увеличило инвестиции в образование для распространения знаний и их прироста, которые лежат в основе научно-технического прогресса и стимулируют появление новых креативных товаров как на внутреннем рынке КНР, так и на внешнем (экспорт на рынки мегаэкономики). Правительство оказывает предприятиям всех форм собственности финансовую поддержку для стимулирования инноваций и их использования в научных и технологических достижениях в реальном секторе национальной экономики КНР для увеличения практической производительности всех составляющих его параметров, что повысит производственную эффективность и будет содействовать приросту выпуска новых, инновационных продуктов.

На рисунке 2 проиллюстрировано изменение совокупного потребления при увеличении инвестирования со стороны правительства на основе аккумулирования ресурсов при дополнительном размещении гособлигаций.

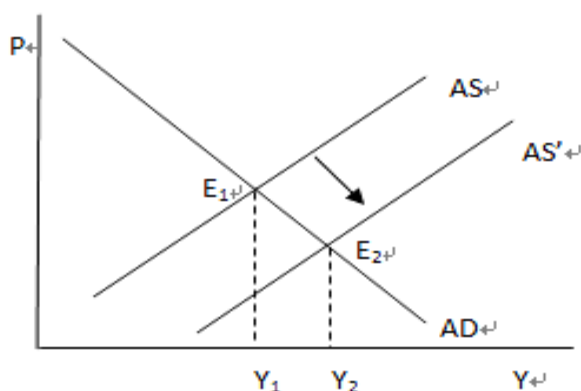


Рисунок 2 – Анализ совокупного потребления в национальной экономике Китайской Народной Республики

Как показано на рисунке 2, первоначальная кривая совокупного спроса AD пересекается с кривой совокупного потребления AS в точке E_1 , при этом сбалансированная точка национальных доходов находится в точке Y_1 . При увеличении правительством совокупного снабжения с использованием собранных средств через эмиссию гособлигаций кривая совокупного потребления перешла из точки AS в точку AS' , и полученная новая сбалансированная точка национальных доходов E_2 выражает соответственно уровни национальных доходов в точках $Y_2 > Y_1$. А это означает, что без изменения совокупного спроса прирост совокупного потребления перемещает точку формирования уровней национального дохода из точки Y_1 в точку Y_2 .

Эмпирический анализ влияния облигаций на экономический рост показал, что выпуск облигаций, как уже говорилось, является важным инструментом правительства для целей макроэкономического регулирования национальной экономики.

На основе проведенного нами эмпирического анализа выявлена прямая с непосредственной взаимосвязью между эмиссией гособлигаций в КНР и обусловленными ею темпами экономического роста.

В данном исследовании использован фактический материал за период 1981–2013 годов, заимствованный из Государственного бюро статистики КНР, на основе чего была создана простая линейная модель регрессии, где остатки облигаций являются независимыми переменными, а ВВП – зависимыми переменными в последующих периодах.

$$\text{LnGDP} = \alpha + \beta \text{LnD} + \mu. \quad (1)$$

Согласно вышеизложенному подходу проводится оценка базисных периодов (Unit Root Test). Вначале проводим тест стабильности к двум временным рядам «остатки облигаций» и «ВВП». Чтобы предотвратить возможность гетероскедастичности, сформируем логарифм к этим двум временным рядам. Полученные результаты представлены в таблице 2.

Таблица 2 – Стабильность теста на единичный корень к остаткам облигаций и ВВП

Переменные	Значение ADF (Augmented Dickey – Fisher)	Уровень значимости [не менее 5% (Тест Т)]	Погрешность	Стабильность
LnGDP	–3,562779	–0,352867	0,9850	Не
LnOD	–3,562882	–2,480996	0,3345	Не
D(lnGDP)	–3,568379	–4,112381	0,0153	Да
D(lnOD)	–2,963972	–3,367270	0,0205	Да

Как видно из таблицы 2, на уровне значимости не менее 5% две временные последовательности, то есть остатки облигаций и ВВП, зависят прямо пропорционально, а это значит, что у двух временных последовательностей существует единичная основа, причем она сильно волатильна. В результате оценочных действий дисперсии первого порядка (First-order sequence variance) временных последовательности двух переменных отошли от прямой зависимости, и в перспективе все временные последовательности дисперсии первого порядка оказались стабильны, поэтому две используемые переменные прошли тест в единичные параметры устойчивости, а в дальнейшем можно провести коинтеграционный анализ взаимозависимости выпуска гособлигаций и темпов экономического развития.

Исследование коинтеграционных отношений. В таблице 2 показано, что временные последовательности остатков гособлигаций и ВВП имеют аналогичные тенденции изменения. Для того чтобы избежать возможных ложных регрессий между временными последовательностями, нам следует провести дальнейший коинтеграционный анализ в целях определить, существуют ли отношения долгосрочного равновесия между двумя переменными на финансовом рынке. В таблице 3 представлены результаты коинтеграционного теста на основе временной последовательности роста ВВП и остатков гособлигаций.

Таблица 3 – Результаты коинтеграционной оценки по временной последовательности ВВП и остатков гособлигаций

Базовые характеристики no. of CE(s)	Собственное значение	Общая статистическая оценка	Критическая величина 0,05	Погрешность
Максимальные допущения, не более 1	0,302420 0,114036	14,91774 3,753461	15,49471 3,841466	0,0069 0,0257

Как следует из таблицы 3, на уровне значимости в параметрах менее 5% в колонке с отсутствием коинтеграционных отношений значение погрешности равно 0,0069, что подтверждает первоначальный подход оценки, а в колонке с небольшим одним значением коинтеграции значение погрешности составляет 0,0257, что также подтверждает первоначальную гипотезу.

Исходя из вышеуказанных значений следует, что две временные последовательности ВВП и остатков гособлигаций прошли коинтеграционный тест, у них существуют долгосрочные коинтеграционные отношения, поэтому можно проводить линейный регрессионный анализ.

Регрессионный анализ временной взаимосвязи ВВП и остатков гособлигаций приведен в таблице 4, где показаны результаты линейного регрессионного анализа.

Таблица 4 – Результаты линейного регрессионного анализа

Переменная	Коэффициент	Статистическая ошибка	t-статистический	Ошибка
С	5,582736	0,113837	49,04147	
ХТ	0,648213	0,013194	49,13019	0,0000
R-квадрат	0,987320	среднее зависимое варианности		10,98592
Скорректированный R-квадрат	0,986911	S.D. зависимая варианность		1,475881
Регрессия фондовой биржи	0,168852	Akaike информационные критерии		-0,660894
Сумма квадратов роста	0,883843	критерий Шварца		-0,570196
Вероятность отклонения	12,90475	критерий Ханнана – Куина		-0,630377
F-статистика	2413,776	статистический коэффициент Дарбина – Уотсона		
Ошибка (F-статистики)	0,000000			0,337234

Из таблицы 4 видно, что R-квадрат равно 0,987320, а это значит, что данная модель хорошо подходит к результатам исследования и проведенному анализу, поэтому отношения между ними могут выражаться в следующем:

$$\ln GDP = 5,582736 + 0,648213 \ln OD + \mu. \quad (2)$$

В уравнении (2) коэффициент $0,648213 > 0$ указывает на положительное отношение между остатками облигаций и ВВП и также доказывает, что выпуск правительством КНР гособлигаций в рассматриваемый период существенно стимулировал экономический рост.

Закключение. На основе проведенного анализа выявлено, что не только в краткосрочной перспективе, но и в долгосрочный период выпуск облигаций прямо содействует экономическому развитию реального сектора национальной экономики. В современных условиях негативные вызовы мегарынка могут быть нивелированы с помощью государственных облигаций, инструментарий которых опробован на фондовом рынке КНР начала XXI века. На основе опыта КНР можно сделать вывод, что гособлигации могут играть определенную роль в стимулировании экономического роста. Однако следует отметить, что в дальнейшем для развития рынка облигаций в КНР и его влияния на экономический рост необходимо:

- усовершенствовать государственное управление рынком гособлигаций;
- осуществлять регулирование эмиссионных параметров государственных облигаций в соответствии с потребностями экономического развития;
- осуществлять регулирование структуры государственных облигаций.

Улучшение рынка облигаций. Как показали наши исследования, эффективность выпуска гособлигаций и их положительное стимулирование макроэкономического роста зависят от механизма устойчивости национального фондового рынка КНР. В настоящее время рынок гособлигаций в КНР находится на стадии низкой волатильности, поэтому необходимо совершенствовать инфраструктуру рынка гособлигаций, включая улучшение сотрудничества между разными рынками, прежде всего с фондовым Евразийским рынком экономического и валютного союза (Российской Федерации, Республики Казахстан и Республики Беларусь), продвижение инструментов объединенных рынков, увеличение ликвидности средств на вторичном рынке финансовых деривативов, стимулирование эффективного сотрудничества первичного и вторичного рынков гособлигаций, стимулирование активности участников рынка, чтобы сформировать эффективно функционирующие рынки в условиях «новой экономики».

Регулирование объема выпуска облигаций. Положительная роль гособлигаций в стимулировании экономического роста зависит от рациональных объемов гособлигаций, которые, как показали наши расчеты, определяются требованием национального экономического развития. Поэтому в долгосрочном периоде правительству необходимо выработать средне- и долгосрочный планы выпуска гособлигаций с учетом тенденций мирового экономического и валютного кризиса, который приобретает системный характер, при этом осуществлять эмиссию в соответствии с целями краткосрочного периода развития КНР с учетом волатильности, обусловленной четвертой волной мирового экономического и валютного кризиса. В краткосрочном периоде для эффективного воздействия на темпы экономического роста следует регулировать объемы эмиссии государственных облигаций их рациональные объемы, которые в зависимости от изменяющейся ситуации на рынках мегаэкономики позволят обеспечить стране устойчивое экономическое развитие, без значительных колебаний как в сторону развития, так и в сторону снижения темпов экономического роста реального сектора национальной экономики.

Регулирование структуры облигаций. В начале XXI века структура обращения гособлигаций на внутреннем рынке КНР, как показал наш анализ, находится в состоянии сильной волатильности, обусловленной четвертой волной мирового экономического и валютного кризиса. С целью оказания воздействия на равновесный экономический рост КНР с помощью гособлигаций необходимо улучшить структуру гособ-

лигаций, в том числе на основе регулирования доли облигаций с разными сроками погашения, обеспечения надлежащего равновесия гособлигаций как в среднесрочном периоде, так и в долгосрочном периоде, с учетом обращения гособлигаций Евразийского экономического союза стран СНГ. Необходимо также расширить спектр видов гособлигаций в целях удовлетворения потенциального спроса инвесторов. При этом также следует регулировать структуру процентных ставок гособлигаций для того, чтобы достигнуть равновесия на рынке процентных ставок ценных бумаг. Важным также является регулировка структуры использования гособлигаций для целей повышения эффективности их инвестирования в направлении усиления воздействия на стимулирующую и регулируемую функции государственных облигаций в рамках воздействия на экономический рост, обусловленный VI информационным укладом мегаэкономики.

ЛИТЕРАТУРА

1. Официальный сайт Государственного статистического Бюро Китая. – Режим доступа: <http://www.stats.gov.cn>.
2. Официальный сайт М-ва финансов Китая. – Режим доступа: <http://www.mof.gov.cn/index.htm>.
3. Козловский, В.В. Экономический механизм валютной интеграции Российской Федерации и Республики Беларусь на основе современной экономической теории макроэкономического равновесия / В.В. Козловский // Белорус. журн. междунар. права и междунар. отношений. – 2003. – № 2. – С. 94–99.
4. Козловский, В.В. Особенности пенсионной реформы Китая / В.В. Козловский, А.С. Селищев // Вестн. Полоц. гос. ун-та. – 2015. – № 13. – С. 86–89.
5. 史峰赫, 陈默, 张屹山.赤字财政预算下我国国债增长的影响研究 [J]. 工业技术经济, 2014, (3), с. 66–68.
6. 刘溶, 马拴友.赤字、国债与经增关系的实证分析 – 兼评 极财 政政策是否有挤 出效应 [J] 经济研究, 2001, (2), с. 13–28.
7. 王攀, 牟.财政赤字、国债与经增长[J], 地质技术经济管理, 2003, (2), с. 14–16.
8. 乌跃良.国债与经增长系的定量分析[J], 财经问题研究, 2007, (6), с. 26–29.
9. 王哲, 张斌, 国债国民经增长影响的初步分析[J], 平原大学学报, 2007, (3), с. 13–16.
10. 白积洋, 国债政策对增长的作用机制研究 – 基于中国金融 发展的计量检[J], 经济前沿, 2009, (07), с. 40–49.
11. 马静.我国国债增长效应的实证分析[J].赤峰学院院, 2013, (3), с. 68–70.
12. 史峰赫, 陈默, 张屹山.赤字财政预算下我国国债增长的影响研究 [J], 工业技术经济, 2014, (03), с. 66–68.
13. 阿尔弗雷德·格雷纳: 财政政策与经济增长 (郭庆旺, 杨铁山译), 北京经济科学出版社, 2000. – 356 с.
14. Gilles, Saint-Paul. Fiscal Policy in an endogenous growth model / Сен-Поль Жиль // The Quaterly Journal of Economic. – 1992. – November. – P. 1243–1259.
15. Michel, A. Nelsonn The deficit growth connection: Some recent evidence from developing countries / Michel, A. Nelsonn and D. Singh, // Ecnomic Developmet and Culture Change. – 1994. – № 2. – P. 167–191.

Поступила 16.02.2016

THE IMPACT OF NATIONAL BONDS ON CHINAS ECONOMIC GROWTH

ZHOU WEIDI, LU JINGWEN

The growth of the real sector of the China economy and the impact on them of instruments of monetary market are analyzed. Since the government debt is an important tool for the government macroeconomic regulation and control in modern global economic and monetary crisis, particular attention is paid to the Government of China's instrument of government borrowing, which in the current conditions of economic management are becoming increasingly important and essential.

Keywords: government bonds, economic growth, public debt, macro-economic regulation and control, the global economic and monetary crisis.